

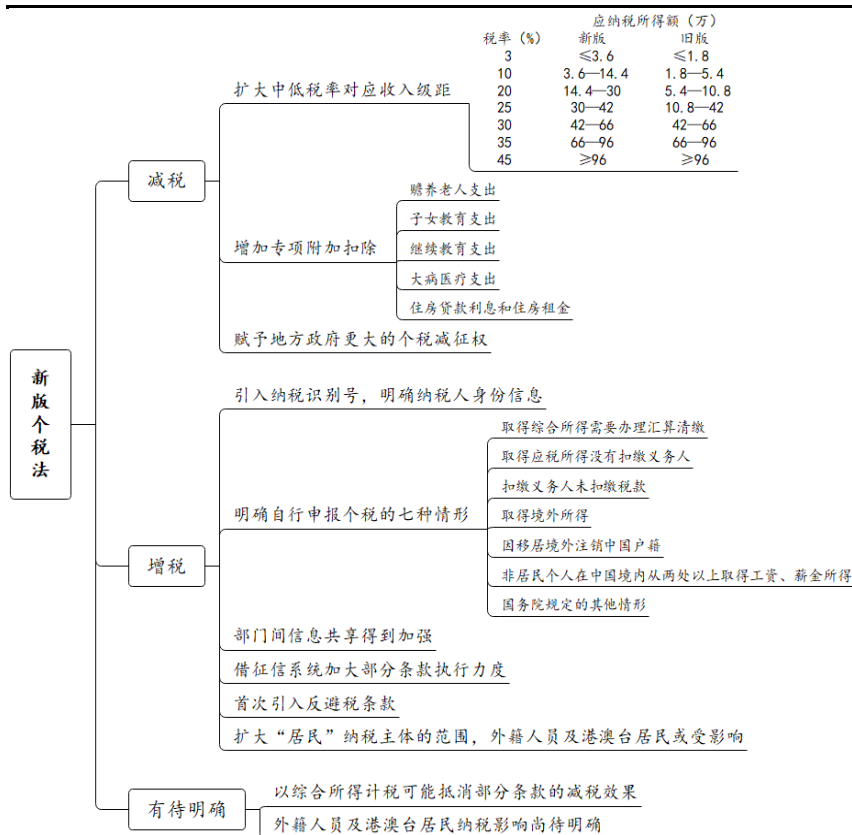
个税改革能拉动消费吗？

——基于消费函数的分析

一、结构性减税：新个税改革“增减”效果并存

8月31日人大常委会通过新版个人所得税法，这是我国自个税立法以来的第七次修改，也是时隔七年的再次修订。新修订内容包括扩大中低税率对应的收入级距、增加专项附加扣除、赋予省一级地方政府更大的减征权限等具有减税性质的内容，也包括加强个税征缴和首次引入反避税条款等具有增税性质的内容（图1）。

图1：新版个税改革的特征：“减税”与“增税”效果并存



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

那么，谁是此次个税改革的主要受益者？此次个税改革能否通过可支配收入的增加来拉动消费，从而刺激经济增长？这是需要认真回答的问题。我们可以从消费函数的视角来做一分析。主流经济学认为私人消费与可支配收入之间存在稳定的函数关系，可以表述为消费是可支配收入、预期可支配收入和边际消费倾向的函数：

图2：个税改革的影响：基于消费函数的分析

消费是可支配收入、预期可支配收入和边际消费倾向的增函数

$$C = f(Y - T, Y^e - T^e, MPC)$$

C：消费

Y-T：可支配收入；Y：税前收入；T：个人所得税

Y^e-T^e：预期可支配收入；Y^e：预期税前收入；T^e：预期个人所得税

MPC：边际消费倾向（marginal propensity to consume）

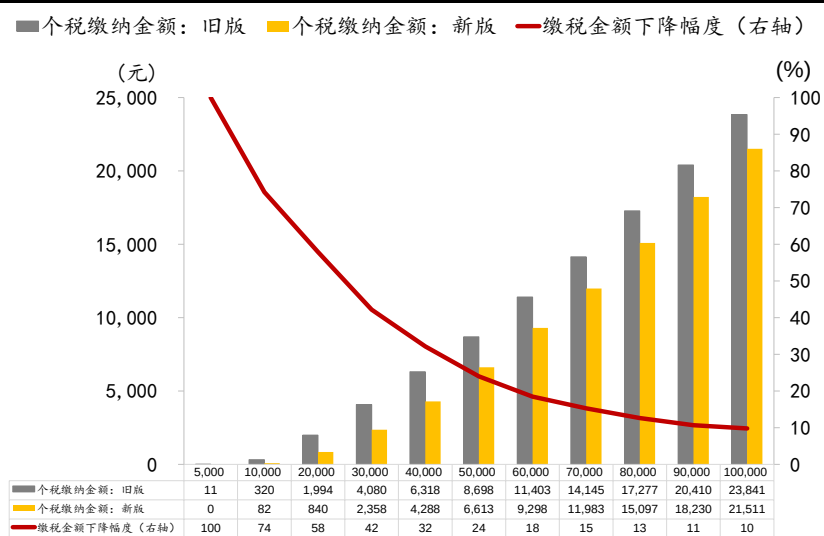
资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

二、平均税率的启示：谁是此次个税改革的主要受益者

我们首先破解消费函数中的第一个自变量，即可支配收入（ $Y-T$ ）的变化。

简单计算可以发现，新版个税法下所有收入水平对应的个税缴纳金额均较旧版个税法有所下降；而且收入水平越低，个税缴纳金额的下降幅度也越大。例如，月收入在 5,000 元以下的居民缴税金额下降幅度达到 100%，而月收入在 100,000 元的居民缴税金额下降了 10% 左右。以缴税额的减免幅度计算的曲线呈逐渐下滑走势，表明低收入阶层缴税金额下降幅度大于高收入阶层。直观地看，低收入阶层是本次个税改革最大的受益群体（图 3）。

图 3：个税缴税金额下降幅度随收入水平提高而下降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

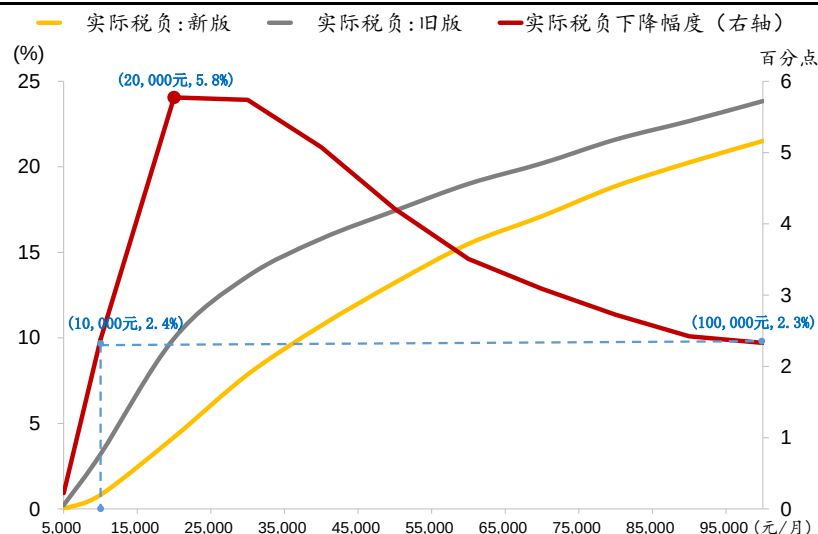
注：1. 数据计算过程参见附录一；

2. 缴税金额下降幅度 = (新版个税法缴税金额 - 旧版个税法缴税金额) / 旧版个税法缴税金额

不过，此种简单计算方法失之偏颇。由于基数原因，不同收入阶层的缴税金额变化幅度失去分析上的意义。而正确的做法，是分析不同收入阶层实际税负的改变，即通过观察纳税人平均税率（Average Tax Rate）的变化程度，来判断哪个收入群体是个税改革的主要受益者。

平均税率的计算结果显示，新版个税法下不同收入阶层的实际税负较旧版均有不同程度的下降；不过，更为重要的是，我们发现实际税负下降幅度最大的并非低收入群体（图 4）。

图 4：低收入阶层实际税负下降幅度并非最大



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

注：1. 平均税率 = 月度个税缴纳金额 / 月收入，月收入为扣除五险一金及个税前的收入；

2. 由于目前新税法尚未对年终奖的计税方式做详细规定，且不同单位的年终奖计税方式存在差异，因此，本图忽略了新旧版个税法下年终奖对个税税负的影响。

(一) 当月收入范围在 5,000 元至 20,000 元时, 居民实际税负下降幅度随着收入水平的提高而增大; 当月收入为 20,000 元时居民享受的实际税负从原有的 10% 下降至 4.2%, 降幅 5.8 个百分点, 为所有收入水平中的最大值。

(二) 当月收入范围在 20,000 元至 100,000 元时, 居民实际税负下降幅度随着收入水平的提高而减小; 当月收入为 100,000 元时居民享受的实际税负从原有的 23.8% 下降至 21.5%, 降幅 2.3 个百分点, 为该收入区间内的最低值。

(三) 当月收入大于 100,000 元时, 居民实际税负下降幅度继续随着收入水平的提高而减小, 最终的实际税负下降幅度理论上趋近于 0。

从以上分析可以看出, 月收入在 10,000 元至 100,000 元区间的居民(中高收入阶层), 实际税负降幅高于月收入在 10,000 元以下的居民(低收入阶层)。可见, 中高收入阶层在本次个税改革中受益更多。

这种分析的意义在于, 不同收入群体具有不同的边际消费倾向, 从而对消费有不同的拉动作用, 这一点我在后面还会谈到。简单来说, 低收入群体的边际消费倾向较高, 中高收入阶层边际消费倾向较低。新版个税法下中高收入阶层的实际税负下降幅度更大, 这种结构性差异可能对消费水平的提升形成制约。

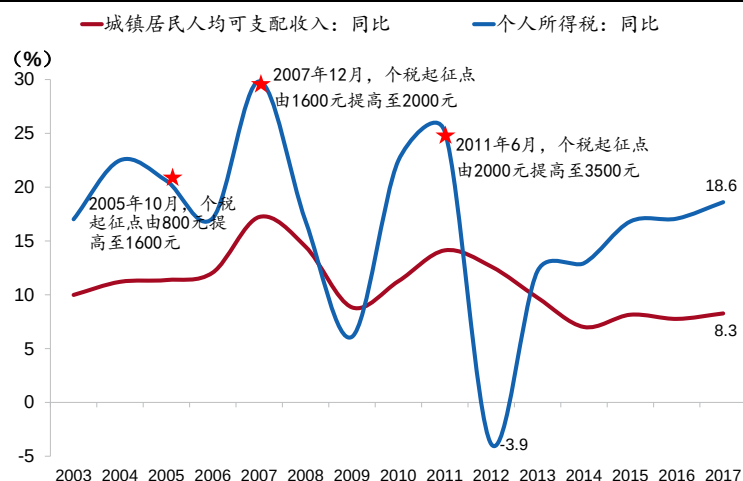
若考虑到新引入的专项附加扣除项, 中高收入群体的受益则更为明显。因为对低收入群体而言, 基数较低常常导致扣除项得不到充分使用; 而对中高收入群体, 专项扣除项可以进一步抵扣其所缴纳的个税, 继而进一步降低其实际税负。

三、“黄宗羲定律”：未来可支配收入的陷阱

现在来讨论一下消费函数中的第二个自变量, 即未来可支配收入预期($Y^e - T^e$)的变化。

学者秦晖曾依据明代思想家黄宗羲的学说, 在其论文《并税式改革与“黄宗羲定律”》¹中总结得出: 中国历史上的税费改革不止一次, 但每次改革后, 农民税负在下降一段时间后又涨到一个比改革前更高的水平。观察我国历次个税改革的数据可以发现, 国家征收的个税收入, 其增速短期下行后便迅速反弹至高位, 并且出现个税收入增速长期高于居民可支配收入增速的特征(图 5)。这种现象说明, 历次个税改革并未对居民可支配收入增速的提升产生积极影响, 因而不利于居民可支配收入预期的改善。

图 5: 个税增速下降短期化且长期高于居民可支配收入增速



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

虽然个税仅是影响可支配收入增速的诸多因素之一, 但个税改革作为新增的外生变量, 理应对可支配收入增速产生直接影响, 减税效果应当体现为居民可支配收入增速的提升。但历史数据显示:

(一) 除少数年份外, 个税增速总体上高于居民可支配收入的增速。尤其是 2013 年以来, 个税增速几乎是居民可支配收入增速的两倍, 而且二者的差距有不断扩大的趋势。

¹ 秦晖. (2002). 并税式改革与“黄宗羲定律”. 农村合作经济经营管理, (3), 6-7.

(二) 个税增速与居民可支配收入增速间呈现正向关系。除 2005 年个税改革推动形成 2006 年个税增速下降与居民可支配收入增速提升的喜人局面之外，其他两次个税改革在降低次年个税增速的同时，居民可支配收入的增速却并未出现提升，反而出现了下降（图 5）。相关性分析也未发现个税增速与居民可支配收入增速间有明显的相关关系（附录二），指望个税改革提升居民可支配收入增速并未获得历史数据的支持。

经典的消费理论认为，居民消费是居民收入的函数。持久收入消费理论更进一步认为，消费者对未来收入增长的预期将对消费产生重要影响。即使短期可支配收入增多，若消费者不相信收入的增加会持续下去的话，便不会立即增加消费；如果消费者能够判定收入的增多是持久性的，那么其消费也会随之调整到与新的收入相应的水平上。

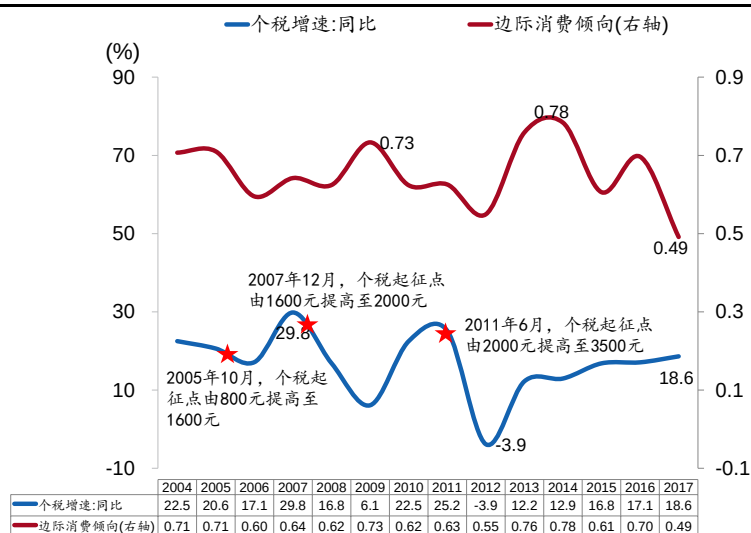
四、消费降级的佐证：边际消费倾向低迷

最后，我们来看看消费函数中的第三个自变量：边际消费倾向（MPC）的变化。

近年来，我国居民的边际消费倾向出现了大幅快速下滑，从 2014 年的 0.78 大幅下降至 2017 年的 0.49，其中缘由值得仔细玩味。从个税改革的角度而言，寄希望于减税而提升边际消费倾向似乎并不现实。

从历史数据来看，几次个税改革并未对居民边际消费倾向产生一致的影响。2005 年 10 月的个税改革，起征点由 800 元提高至 1,600 元，个税增速由 2005 年的 21% 下降至 2006 年的 17%，同时，边际消费倾向反而从 0.71 下降至 0.60。2007 年 12 月的个税改革，起征点由 1,600 元提高至 2,000 元，因受全球金融危机的影响，个税增速大幅下降至 2009 年的 6%，居民边际消费倾向大幅提高至 0.73，个税改革对边际消费倾向的提振似乎较为明显。2011 年 6 月的个税改革，起征点由 2,000 元提高至 3,500 元，个税增速大幅下滑至 2012 年的 -3.9%，但居民边际消费倾向却并未出现预想中的上升，反而下降至 0.55，个税改革未能提高居民边际消费倾向（图 6）。相关性分析未发现个税增速与边际消费倾向间有显著的相关关系（见附录二），因此，指望个税改革提振居民边际消费倾向至少未能获得历史数据的支持。

图 6：历次个税改革与居民边际消费倾向的关系



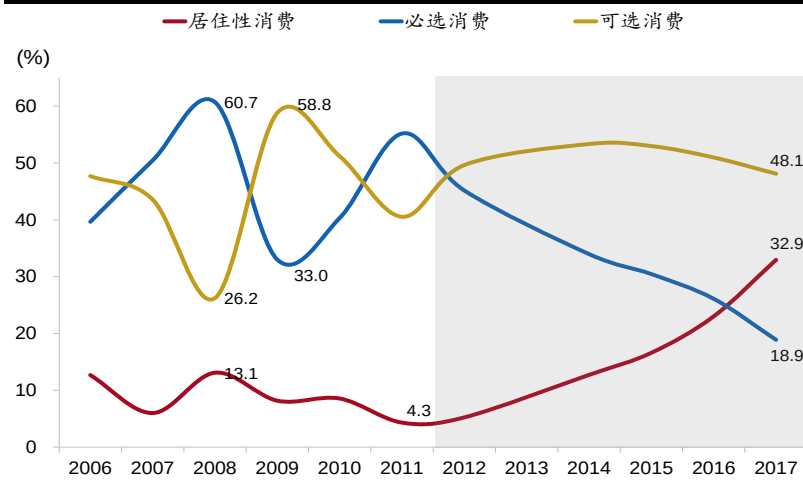
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

要扩大居民消费，就必须扭转边际消费倾向快速下降的局面，但这却是单纯的个税改革所无法承受的重任。显然，边际消费倾向的改变，背后可能有其它更为重要原因，特别是近年房价快速上升导致的居民杠杆率迅速走高，不仅降低了居民可用于一般消费的可支配收入，还造成了居住性边际消费支出对其它方面边际消费支出的压制，从而形成了对居民消费行为的“双重挤出”效应。

2011 年以来，居住性边际消费支出的挤出效应非常明显：居住的边际消费支出占当年边际消费支出总额的比重逐年增长，且斜率愈发陡峭；居民必选消费的边际支出占比则大幅下降，可选消费的边际支出占比自 2014 年也呈下降趋势（图 7）。如不改变国内房地产业与其他产业的畸形比例结构，预计居民的消费支出将继续倾向居住领域，未来其他领域的消费升级空间将依旧无法得到扩展。

在我国间接税为主的税制下，个人所得税作为直接税种在国家财政收入中的比重一直很低。居民对直接税的变动很敏感，使得个税改革成为讨论关心的话题。新版个税法正式实施后，仅以 5,000 元的基本减除标准来计算，缴纳个税的人数就将从目前的 1.87 亿人下降到 0.64 亿人，未来加入专项附加扣除项后，纳税人数将进一步下降。

图 7：居住性边际消费支出对其他边际消费支出挤出效应明显



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

注：1. 曲线表示居住性消费的边际支出、必选消费的边际支出与可选消费的边际支出占当年边际消费支出总额的比重；

2. 必选消费 = 食品消费 + 衣着消费；

可选消费 = 家庭设备 + 医疗保健 + 交通和通信 + 教育文化娱乐服务 + 其他商品服务。

总之，在曝光效应（Exposure Effect）作用下，公众更习惯用纳税金额的降幅来判断税改的收入分布效果。而通过分析更科学的平均税率可以看到，实际税负的改变是一条出人意料的“倒 U 型”曲线，中高收入阶层在本次个税改革中受益更多。

个税改革当然是利民之举，值得肯定。但从消费函数的视角分析，结合低收入居民边际消费倾向更高的事实，新税改的“小马”很可能难以拉动消费这辆“大车”。从供给政策的角度而言，降低间接税（特别是增值税税率）才是真正关键的改革方向，理解这点就不难看出政府承诺的减税降费还没有兑现。更大规模的减税、更加明显的降费措施，还是一项未尽的工程，值得我们期待。

附录一：新版个税法主要内容

一、优化税制结构有利于提高居民可支配收入水平

扩大中低税率对应的收入级距。本次修订以现行工资、薪金所得月份税率为基础，将月份税率级距调整为年度级距，扩大三档低税率的级距，三档最高税率的级距则保持不变（图 1）。修订后，不同收入阶层的居民均可享受到个税降低的政策红利，而且，个税缴纳金额的下降幅度也随收入水平的提高而降低（附表 1）。这样的调整不仅适应了上次个税改革以来居民收入的变化，而且有利于夯实居民消费的收入基础。

附表 1：个税实际缴纳金额降幅随收入水平降低而提高

月收入 (元)	五险 10.5%	大额医疗 互助资金 费用 (元)	公积金 12%	扣除五 险一金 的收入 (元)	旧版个税法		新版个税法		可支配收入 增加金额 (元)	缴税金 额降幅 (%)
					应缴个税 (元)	税后收入 (元)	应缴个税 (元)	税后收入 (元)		
5,000	525	3	600	3,872	11	3,861	0	3,872	11	100
10,000	1,050	3	1,200	7,747	744	7,003	82	7,665	662	89
20,000	2,100	3	2,400	15,497	1,994	13,503	840	14,657	1,155	58
30,000	3,150	3	3,005	23,842	4,081	19,762	2,358	21,484	1,722	42
40,000	4,200	3	3,005	32,792	6,318	26,474	4,288	28,504	2,030	32
50,000	5,250	3	3,005	41,742	8,698	33,044	6,613	35,129	2,085	24
60,000	6,300	3	3,005	50,692	11,403	39,289	9,298	41,394	2,105	18
70,000	7,350	3	3,005	59,642	14,145	45,497	11,983	47,659	2,162	15
80,000	8,400	3	3,005	68,592	17,277	51,315	15,097	53,495	2,180	13
90,000	9,450	3	3,005	77,542	20,410	57,132	18,230	59,312	2,180	11
100,000	10,500	3	3,005	86,492	23,841	62,651	21,511	64,981	2,330	10

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

注：1. 月收入为薪资所得；

2. 本表“五险一金”费率均以深圳市相关规定为基础，不同地区的规定会有所不同，计算数值也会有所差别；

3. 2018 年 7 月 1 日，深圳市公积金中心对超过缴存基数上限（即 25,044 元）的缴存基数予以规范调整，统一调整为 25,044 元。

4. 缴税金额变化 = (新版应缴个税 - 旧版应缴个税) / 旧版应缴个税；

5. 为计算分析方便，本表假设所有单位均为员工合规缴纳社保。

增加专项附加扣除。此次个税法修订的最大亮点便是引入了专项附加扣除作为计算综合所得应纳税额时的扣减项目，具体包括对赡养老人支出、子女教育支出、继续教育支出、大病医疗支出、住房贷款利息和住房租金的扣除。从中不难发现，每一个专项附加扣除项都对社会公众的“痛点”实施了“精准治疗”。虽然专项附加扣除的具体范围、标准和实施步骤尚待公布，但对于“上有老、下有小”的社会中坚力量，专项附加扣除项的引入无疑将进一步减轻其税负，让中坚力量“坚实”起来。

赋予省一级地方政府更大的个税减征权。针对残疾孤老人员和烈属，以及因自然灾害遭受重大损失的个人，新版个税法规定由省级政府规定个税减征的具体幅度和期限，并报同级人民代表大会常务委员会备案。自此，省级地政府将不再需要报请国务院批准，而是获得更大的自主权，这无疑有利于各地方政府更加迅速的针对本地出现的具体情况减征个税，相关主体受益将更为及时。

二、提高个税征缴效率有利于稳定个税缴税总额

新版个税法加强了个税征缴的规范性和效率。一是引入纳税识别号作为纳税申报与扣缴的重要标识，可以进一步明确纳税人身份，有效避免个税的重复征缴、漏缴、错缴；二是明确了七种必须自行申报个税的情况（图 1），有利于提高纳税人的主动申报意识；三是不同部门间通过共享纳税人身份、银行账户、纳税人子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金等信息，有利于提高个税征缴的准确性；四是通过明确将纳税人、扣缴义务人遵守个税法的情况纳入信用信息系统，来加强个税征缴的执行力度。

新版个税法首次引入反避税条款，提高个税征缴的合规性与公允性。新版个税法规定税务机关有权对三种情形按照合理方法进行纳税调整，补征税款，并加收利息。而引入反避税条款更大的背景则是 2014 年 9 月中国在 G20 层面已经承诺将实施的“海外金融账户共同申报准则”（CRS）。作为第二批签署《金融账户涉税信息自动交换多边主管当局间协议》的国家，中国目前已与 58 个国家和地区在《多边税收征管公约》（MCAA）框架下激活涉税信息的自动交换关系，并于今年 9 月 1 日开始陆续与激活关系的国家（地区）进行第一次信息交换。

三、部分条款的影响待明确

以综合所得计税可能抵消部分条款的减税效果。相较于旧版个税法，新个税法规定对劳务报酬所得、稿酬所得、特许权使用费所得打八折计算收入，在此基础上再对稿酬所得打七折计算收入额。单从此项规定来看，新规减少了相应科目的应税收入额，有利于减税，但新个税法是按照综合所得进行扣税，因此，个别科目的应税收入下降不代表本科目享受的累进税率的下降，税负增加或是减少主要受到综合所得总额适用税率的影响。此外，由于将年终奖²纳入综合所得进行计税的方法尚未明确，因此，对年终奖占薪酬比重较高人群的影响还有待观察。

外籍人员及港澳台居民纳税影响尚待观察。新版个税法将居住是否满一年的时间判定标准压缩至 183 天，这无疑扩大了“居民”纳税主体的范围，将对“外籍人员和港澳台居民”在中国境内的申报纳税义务和任职受雇安排带来影响，具体影响仍待新个税法实施条例修订后进行明确和完善³。

附录二：个税增速与居民可支配收入及边际消费倾向间相关关系验证

一、个税增速与居民可支配收入增速间未发现显著的相关关系

如附表 2、3 所示，个税增速与当期居民可支配收入间的相关系数为 0.36，一阶差分后的相关系数为 0.49，均未通过 p 值检验；同时，考虑到个税改革可能对居民边际消费倾向影响的滞后效应，我们对个税增速与滞后一期的居民可支配收入增速数据做进一步相关性分析，发现二者的相关系数为 0.43，一阶差分后的相关系数为 0.18，也均未通过 p 值检验。

附表 2：个税增速与当期居民可支配收入增速间未发现显著的相关关系

Correlation Probability	INCOME	RTAX	Correlation Probability	DINCOME	DRTAX
INCOME	1.000000	-----	DINCOME	1.000000	-----
RTAX	0.364156	1.000000	DRTAX	0.488204	1.000000
	0.1821	-----		0.0765	-----

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

附表 3：个税增速与滞后一期的居民可支配收入增速间未发现显著的相关关系

Correlation Probability	RTAX	INCOME	Correlation Probability	DINCOME	DRTAX
RTAX	1.000000	-----	DINCOME	1.000000	-----
INCOME	0.429294	1.000000	DRTAX	0.175934	1.000000
	0.1256	-----		0.5653	-----

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

²国税发[2005]9 号文件规定：“纳税人取得全年一次性奖金，应单独作为一个工资、薪金所得计算纳税”。年终奖个人所得税计算方式：1. 发放年终奖的当月工资高于 3,500 元时，年终奖扣税方式为：年终奖*税率-速算扣除数，税率是按年终奖/12 作为“应纳税所得额”对应的税率。2. 当月工资低于 3,500 元时，年终奖个人所得税=（年终奖-（3,500-月工资））*税率-速算扣除数，税率是按年终奖-（3,500-月工资）/12 作为“应纳税所得额”对应的税率。目前，由于单位发放给员工的年终奖形式不同，个人所得税计算方法也不尽相同。

³现行个税法实施条例第六条对已成为中国税务居民的“外籍人员和港澳台居民”规定了“五年例外规则”，即对已构成中国税务居民但未满足连续五年是中国税务居民的“外籍人员和港澳台同胞”取得的境外所得（如境外公司支付的股息所得和境外财产转让所得等），可免于缴纳中国个税，除非该上述境外所得直接由中国境内公司、企业以及其他经济组织或个人支付。

9 月 30 日，财政部、税务总局有关负责人答表示，下一步将考虑对境外人士包括港澳台人士做出优惠安排。

二、个税增速与居民边际消费倾向间不存在明显的相关关系

如附表 4、5 所示，个税增速与当期边际消费倾向间的相关系数几乎为零，一阶差分后的相关系数为 0.19，均未通过 p 值检验；同时，考虑到个税改革可能对居民边际消费倾向影响的滞后效应，我们对个税增速与滞后一期的边际消费倾向数据做进一步相关性分析，发现二者的相关系数为-0.41，一阶差分后的相关系数为-0.34，也均未通过 p 值检验。

附表 4：个税增速与当期边际消费倾向间未发现显著的相关关系

Correlation Probability	CONSUME	RTAX	Correlation Probability	DCONSUME	DRTAX
CONSUME	1.000000 -----		DCONSUME	1.000000 -----	
RTAX	0.000985 0.9972	1.000000 -----	DRTAX	0.187061 0.5219	1.000000 -----

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

附表 5：个税增速与滞后一期边际消费倾向间未发现显著的相关关系

Correlation Probability	CONSUME	RTAX	Correlation Probability	DCONSUME	DRTAX
CONSUME	1.000000 -----		DCONSUME	1.000000 -----	
RTAX	-0.408252 0.1473	1.000000 -----	DRTAX	-0.343155 0.2510	1.000000 -----

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。